

Barry Eichengreen

LE SYSTÈME DE BRETTON WOODS : PARADIS PERDU ?

On peut pardonner à un lecteur consultant pour la première fois la littérature sur Bretton Woods de penser qu'il est tombé sur un coin oublié du paradis perdu. Le paradis, sous la forme de taux de change stables mais ajustables, dura des années 50 jusqu'à 1971. Ses délices comprenaient la stabilité des prix, le plein emploi et l'ajustement sans effort de la balance des paiements. Le paradis fut perdu en 1971-73, le système ayant été détruit par des politiques imprudentes, particulièrement aux États-Unis. Le monde fut condamné au purgatoire des taux de change fluctuants, de l'inflation galopante et du chômage élevé.

Du moins, tel en était le mythe. En fait, les conditions ne furent jamais aussi idéales sous Bretton Woods. Et sa principale réussite, le maintien de taux de change stables, était le produit, non seulement de l'accord finalisé à la conférence de Bretton Woods, mais aussi de deux caractéristiques spécifiques du monde d'après-guerre.

L'une était la mobilité internationale limitée des capitaux. Les gouvernements établirent un contrôle des capitaux durant la seconde guerre mondiale et le prolongèrent ultérieurement. La convertibilité des transactions courantes ne reprit en Europe que le 31 décembre 1958. Le rétablissement de celle des mouvements de capitaux dut attendre encore quelques années de plus.

Les restrictions sur les transactions bancaires internationales instituées après la Grande Dépression, et par le fait que les marchés obligataires internationaux ne s'étaient pas encore remis des erreurs grossières des années 30 permirent une meilleure efficacité des contrôles qui dans cet environnement, pouvaient fonctionner. Secondés par des marchés endormis, ils limitaient les flux financiers internationaux et laissaient une marge de manoeuvre aux décideurs. Ils amortissaient le choix entre les objectifs nationaux et la défense de la stabilité du taux de change. Quoique jamais imperméables et progressivement moins efficaces au fil du temps, les contrôles ont réduit le coût de défense d'une monnaie stable et donné une bouffée d'air aux gouvernements leur permettant de se consulter avant de dévaluer.

La seconde caractéristique du monde d'après-guerre est le remarquable niveau de croissance. Les Etats-Unis avaient presque perdu une décennie de croissance à cause de la Grande Dépression. Deux décennies de récession et de guerre avaient laissé l'Europe loin derrière. Désormais le temps perdu pouvait être rattrapé. Avec une économie croissant de 4 1/2 % par an dans les années cinquante, l'Europe se satisfaisait de taux de change sous-évalués et de faibles augmentations des salaires réels. Quoi que la croissance américaine réelle ne fut pas si rapide, elle était tout de même impressionnante dans une perspective historique, et a servi à faciliter les arbitrages. Dans ces circonstances, les pays ressentaient peu le besoin de s'engager dans des politiques monétaires et fiscales discrétionnaires. En dehors des problèmes de la France, qui étaient en grande partie dus aux engagements militaires outre-mer, les taux de change stables causèrent peu d'embarras politique.

Vers la fin des années 50, la poussée de croissance de «rattrapage» parvint à son terme. Les contraintes budgétaires se resserrèrent, et les décideurs étaient déchirés entre le maintien de l'équilibre extérieur et le financement d'objectifs tels que l'Etat-providence en Europe et la guerre du Vietnam en Amérique. Cependant, la renaissance des marchés financiers internationaux était en route. Le rétablissement de la convertibilité des transactions courantes ouvrit une porte dérobée par laquelle les capitaux pouvaient rentrer. Les marchés obligataires internationaux se réveillèrent, le marché d l'Eurodollar était né, et les banques commençaient à accorder des prêts internationaux. Les réserves d'or américaines ne correspondaient plus aux engagements à l'étranger. Les contraintes commencèrent à peser sur les balances des paiements.

Une mobilité des capitaux en hausse, et de nouvelles interrogations quant à la solidité des engagements gouvernementaux envers la stabilité de leurs taux de change, surmenaient le système de Bretton Woods. Quand les monnaies étaient jugées vulnérables, elles étaient attaquées. Il n'y avait plus de temps pour la consultation. Les officiels ne pouvaient être suspectés d'envisager une dévaluation sans encourir le risque d'une crise. Le système devint rigide et cassant. Au lieu d'un régime de taux de change stables mais ajustables, Bretton Woods dégénéra en un système de changes fixes mais finalement insoutenables. Son effondrement dans les années 70 était inévitable.

Cet article développe ces thèmes et en examine la portée pour une réforme monétaire internationale au tournant du siècle.

Principale implication des changements dans l'environnement politique et économique rendront impossibles des taux de change stables mais ajustables, tels ceux établis à Bretton Woods. Le progrès technologique des marchés financiers, en compliquant les efforts pour établir un contrôle des mouvements de capitaux, l'atonie des marchés du travail et des matières premières, qui instaure un climat plus troublé pour la croissance, ont transformé les données spécifiques d'après-guerre qui permettaient au système de Bretton Woods

(taux de changes stables mais ajustables) de fonctionner. Un retour vers des taux de change fixes, comme le propose Michel Camdessus (FMI) n'est pas possible. Cela laisse deux possibilités : le flottement continu et l'union monétaire. Alors que l'Europe a choisi la seconde alternative, la première continuera à régir les taux de change entre les monnaies des autres pays industrialisés dans un avenir prévisible.

Le rôle des contrôles de capitaux

Personne - certainement pas John Maynard Keynes ni Harry Dexter White - ne plaida pour le retour précoce de la convertibilité des transactions courantes à Bretton Woods. L'expérience de l'entre deux guerres des « capitaux fébriles » ou de la « spéculation déstabilisante » comme on l'appelait également, conduisit à une désillusion permanente envers les mouvements de capitaux incontrôlés. Les statuts du FMI autorisaient le maintien des contrôles sur les transactions courantes. L'article 14 établissait également une période transitoire d'après-guerre, supposée durer de 3 à 5 ans, au cours de laquelle les contrôles pourraient s'étendre aux transactions en capital. A partir de 1950, sous l'égide de l'Union Européenne des Paiements, le continent [européen] fit de lents progrès vers la convertibilité des capitaux. Mais son rétablissement fut plus long que prévu : l'Europe n'acheva le processus qu'au 31 décembre 1958. Et même après 1958, les contrôles sur les transactions courantes demeurèrent la règle plutôt que l'exception.

Obstfeld (1993) a analysé l'impact des contrôles par des données mensuelles sur les taux d'intérêts à moyen terme des obligations d'état allemandes et britanniques, respectivement de 1950 à 1947, calculant les différentiels d'intérêt par rapport à des taux américains comparables. Les taux des obligations allemandes et américaines suivaient en général le même mouvement à long terme. Mais à moyen terme, les divergences pouvaient être considérables. En 1956, par exemple, les taux allemands étaient plus du double des taux américains analogues (à 7 contre 3 %). Ce différentiel traduisait les efforts de la Deutscher Lander pour contenir l'inflation. La question est de savoir si ces différentiels ont augmenté avant les dévaluations du DM de 1961 et 1969. De la même façon, les taux britanniques étaient environ 2 points au dessus des taux américains durant toute la période du système Bretton Woods.

On peut se demander si ces différentiels traduisaient des attentes de dévaluation et réévaluation ou des obstacles aux mouvements de capitaux. Pour insister sur ce dernier point, Obstfeld calcule les différentiels d'intérêts couverts (différentiels de taux d'intérêts ajustés « à terme »)¹. Il trouve des différentiels

¹ Aliber (1978) ainsi que Dooley et Isard (1982) entreprennent le même type d'exercice, arrivant à des conclusions similaires.

supérieurs de 2 points (en %) pour le Royaume-Uni et de plus d'un point pour l'Allemagne dans les années 60. Ces différentiels, qui ne peuvent être attribués à des changements attendus de taux de change, confirment que le contrôle des capitaux avait une influence.

Marston (1993) compare les différentiels d'intérêts couverts, entre les taux Eurosterling (à l'étranger) et les taux britanniques. L'avantage de cette comparaison, par rapport à celle d'Obstfeld, est qu'elle élimine le risque pays (le danger qu'un pays soit plus susceptible qu'un autre de manquer à ses obligations de versement d'intérêts) ; l'inconvénient est que les périodes concernées sont relativement courtes. Entre avril 61, alors que les taux d'intérêt en Eurosterling étaient pour la première fois annoncés par la banque d'Angleterre, et avril 71, le début de la fin du système de Bretton Woods, le différentiel était en moyenne de 0,78 %. Le différentiel Eurosterling - sterling demeura au moins aussi élevé en 1973-79, alors que les contrôles subsistaient mais que les taux de change flottaient, avant de tendre vers zéro en 1979-87.

Marston en conclut que les contrôles «avaient clairement... un effet très substantiel sur les différentiels d'intérêt. » De même, les différentiels d'intérêts couverts entre eurodollars et dollars américains chutèrent des 2/3 entre les périodes pendant et après contrôle. Le contraste est moins marqué quand les différentiels d'intérêts couverts sont calculés pour les taux d'intérêts en Euromark et en DM, probablement parce que l'Allemagne, contrairement à l'Angleterre, cherchait à contrôler les entrées plus que les sorties de capitaux, mais cela va dans la même direction. Si l'efficacité des contrôles peut être surestimée, comme nous en avertit Truman (1994), toutefois la démonstration de Marston en confirme l'importance.

Les contrôles ont donné aux gouvernements la possibilité de défendre des taux de change stables contre des attaques spéculatives non provoquées par des divergences significatives de politique économique. Les entreprises et les courtiers trouvaient encore le moyen de sortir de l'argent du pays, par sur- et sous-facturation des décalages de paiement, mais le besoin de contourner les contrôles étaient coûteux. Il devait y avoir une chance raisonnable d'une dévaluation prochaine, à court terme, permettait que le jeu en vaille la chandelle. Des divergences mineures de politique qui menaient à la modeste surévaluation d'une monnaie ne pouvaient être une motivation suffisante. Cela donna à son tour aux autorités une certaine latitude pour utiliser leur indépendance monétaire.

Même lors de sérieux déséquilibres, les contrôles servaient à laisser la marge nécessaire pour mettre en place des réalignements organisés² Les décideurs

2 Cet effet est mis en exergue dans les publications théoriques de Wyplosz (1986). Brown (1987, Chapitre 4) décrit les principaux mouvements de capitaux et de crises spéculatives de la période de Bretton Woods. Une des idées découlant de la lecture de son document est que la durée comprise entre le moment où les marchés deviennent instables et l'abandon des taux de change stables est plus prolongée que celle des crises du SME de 1992-93.

pouvaient se consulter et se mettre d'accord sur l'ampleur du changement de parité sans être submergés par une vague déferlante de sortie de capitaux. Quand la dévaluation était imminente, la pression spéculative pouvait être intense mais les officiels avaient encore quelques semaines ou mois pour réfléchir sur la marche à suivre.

A partir des années 80 la plupart des pays industrialisés ont levé les contrôles sur les mouvements de capitaux. Bien avant, cependant, le train était en marche. Le système financier avait développé une panoplie de nouveaux moyens de contourner les contrôles, augmentant les coûts de mise en oeuvre.

Déjà dans les années 60, les plafonds de taux d'intérêts américains et les contrôles de sortie de capitaux stimulaient le développement du marché de l'Eurodollar. Quand il devint clair que l'industrie bancaire américaine pouvait opérer à l'étranger, les jours des plafonds de taux d'intérêts furent comptés.

Et alors que les Eurodollars étaient rejoints par les Eurosterling et Euromark, le processus se généralisa. Dans les années 60, le marché obligataire international s'était rétabli, et les banques commerciales, qui avaient de plus en plus de représentations à l'étranger, découvrirent le commerce du prêt international.

Alors que les contrôles devenaient perméables, les taux de change stables mais ajustables se rigidifiaient. Le moindre indice d'une dévaluation pouvait entraîner une avalanche de mouvements de capitaux. Comme aucune possibilité n'existait pour une réévaluation de la livre sterling en 1967 ou du dollar en 1971, les spéculateurs se trouvaient devant un pari à sens unique, avec une mise en constante diminution. Les décideurs ne pouvaient considérer la possibilité d'une dévaluation, sans être submergés par les flux de capitaux ; le cas est frappant particulièrement aux Etats-Unis, qui étaient contraints de maintenir la convertibilité du dollar en or et dont les engagements à l'étranger, le dollar étant une monnaie-clé, dépassaient largement les réserves officielles. La valeur du dollar en monnaie étrangère pouvait encore être modifiée les réalignements simultanés des autres pays, mais cela nécessitait un consensus international et une coopération plus ambitieuse qu'il n'était envisageable. En conséquence, au lieu de les résorber par des ajustements de cours, on laissa les déséquilibres compétitifs augmenter.

On dit parfois que l'erreur des officiels responsables du fonctionnement du système de Bretton Woods fut qu'ils ne surent pas se réaligner à un moment plus opportun³. C'est ignorer le fait que la perméabilité croissante des contrôles de capitaux ébranlait leur capacité à se réaligner. S'ils affichaient une volonté de le faire ne serait-ce qu'une seule fois, leurs réputations de défenseurs des taux de changes en seraient perdues définitivement⁴.

³ Bien évidemment, celle-ci est l'explication officielle de la crise du Système monétaire Européen.

⁴ Obstfeld (1993) mentionne un certain nombre de ses contemporains qui expriment cette opinion.

Les spéculateurs, avec un pari à sens unique peu risqué, auraient toutes les raisons de miser contre la monnaie, et la prime de taux d'intérêt que les détenteurs d'actifs nationaux demanderaient logiquement, augmenterait la pression sur les ressources officielles et affaiblirait la capacité du gouvernement à défendre la stabilité du taux de change⁵. En conséquence, le système de Bretton Woods devint rigide. Finalement, il croula sous son propre poids.

La reconstruction d'après guerre et Bretton Woods

Le second facteur qui facilita la mise en oeuvre de Bretton Woods fut la croissance économique rapide due à la reconstruction et au rattrapage d'après guerre. Le taux de croissance (moyenne non pondérée) de la production dans les pays d'Europe de l'ouest s'élevait à 4,7 % dans les années 50 et 5,5 % dans les années 60⁶. Au Japon, la croissance s'accélérait encore plus rapidement par rapport aux niveaux d'avant-guerre. Des comparaisons montrent que l'Europe bénéficiait d'environ deux points de croissance annuelle supplémentaire pendant les années Bretton Woods, dûs au retard technologique à rattraper et à l'écart de productivité avec les Etats-Unis⁷.

La croissance rapide a modéré les difficultés d'ajustement et atténué les conflits sur la répartition des revenus. Il était plus facile d'obtenir de la main d'oeuvre et des capitaux leur assentiment pour transférer les ressources hors de secteurs en déclin quand d'autres secteurs connaissaient un essor rapide. Il était facile d'imposer une modération des salaires alors que le niveau de vie était fortement à la hausse et simple de limiter les taux d'imposition sur les bénéficiaires quand le nombre de contribuables augmentait.

La modération des salaires était confortée par d'autres conditions exogènes. Le militantisme ouvrier était retenu par les souvenirs de chômage élevé dans les années trente. L'étroitesse du marché du travail était assouplie par l'offre élastique de main d'oeuvre sous-employée dont bénéficiait l'Europe⁸. Une main d'oeuvre abondante, se déversant par l'Est sur l'Allemagne, d'Indonésie vers la Hollande, et d'Algérie vers la France, encourageait les syndicats à la docilité. Le sous-emploi dans le secteur agricole eut des effets similaires dans d'autres pays.

La croissance rapide d'après-guerre et ses à-côtés avaient diverses conséquences favorables pour le fonctionnement du système de Bretton Woods. Tant que la modération des salaires l'emportait, il y avait peu de risque qu'une

5 Ce dernier point est une conséquence des modèles de crises de balance des paiements auto-alimentées. Voir Flood et Garber (1984) et Obstfeld (1986, 1994).

6 Les chiffres de ce paragraphe, ainsi qu'une partie de l'analyse proviennent d'Eichengreen et Kenen (1994).

7 Voir Dumke (1990) et Grafts (1992).

8 Sur l'argument de l'offre élastique de main d'oeuvre voir Kaldor (1966) et Kindleberger (1967).

inflation excessive, causée par le coût croissant de la main-d'oeuvre, crée un handicap compétitif suffisant pour remettre en question la parité du taux de change⁹. La stabilité des salaires nominaux rehaussait l'efficacité des modifications de taux de changes ; parce que les salaires nominaux n'augmentaient pas au rythme de ces derniers, les modifications de parité pouvaient avoir des effets énergiques et durables¹⁰.

La flexibilité des salaires et une productivité croissant rapidement facilitaient largement le maintien du plein emploi.

C'est pourquoi les gouvernements étaient moins poussés que par la suite à utiliser des instruments monétaires et fiscaux. En Allemagne, où l'« ordo-libéralisme » était à l'ordre du jour, la politique monétaire fut utilisée pour contenir l'inflation mais rarement dirigée directement vers des objectifs de production ou d'emploi. Bordo (1993) et Eichenbaum et Evans (1993) exposent différentes mesures de l'amplitude des chocs dus à la politique monétaires pour un échantillon de pays pendant les années Bretton Woods, concluant que ceux-ci étaient plus limités qu'avant et après. Dans Eichengreen (1993), nous avons utilisé une méthodologie différente pour tirer des estimations des distorsions de la demande globale, dont la politique monétaire est un élément essentiel, et nous avons constaté que celles-ci étaient plus limitées entre 1959-70 que dans les périodes avoisinantes. Comme les décideurs en matière monétaire n'étaient pas divisés entre des impératifs d'équilibre intérieur et extérieur autant qu'ils allaient le devenir par la suite, les instruments monétaires pouvaient être avant tout dirigés vers des objectifs d'équilibre de la balance des paiements.

Contre de tels arguments on peut objecter que ces circonstances étaient une conséquence, et non une cause, des taux stables mais ajustables de Bretton Woods. La croissance rapide de cette période avait pu être facilitée par le coup de pouce donné par Bretton Woods, qui réduisait l'incertitude sur les prix et encourageait l'investissement. Mais le fait que l'accélération de la croissance différait selon les pays et qu'une large part en était attribuée au déficit de production comparé aux niveaux d'après guerre (l'effet de reconstruction) et des écarts avec les Etats-Unis (l'effet de rattrapage) suggère qu'elle avait également des racines indépendantes. Il est plus plausible d'avancer qu'une tendance moindre à répercuter les hausses de prix en inflation salariale était attribuable, non seulement aux souvenirs du chômage des années 30 et à un réservoir élastique de main d'oeuvre sous-employée, mais au système de Bretton Woods. Cependant la mesure de la modération des salaires était aussi

⁹ Alogoskoufis et Smith (1991) démontrent que les politiques ayant une influence sur les prix ont entraîné des augmentations moins importantes sur les salaires, mais plus significatives sur la production et l'emploi pendant la période de Bretton Woods que par la suite.

¹⁰ Obstfeld ((1993) souligne la persistance des modifications de taux de change pendant la période de Bretton Woods.

variable selon les pays et dépendait largement des caractéristiques du marché du travail local, plus qu'elle n'était le reflet du fonctionnement d'un régime monétaire international qui leur était commun¹¹.

Ce processus se fatigua de lui-même dans les années 60. Alors que la croissance ralentissait, les problèmes de redistribution des revenus s'intensifièrent. Le réservoir élastique de main-d'oeuvre en provenance des pays de l'Est disparut avec la construction du mur de Berlin, et une décennie de croissance avait achevé le processus d'exode rural. Entre temps, le taux de chômage continuait de chuter. L'été brûlant de 1968, marqué par une vague de grèves d'ampleur européenne, révéla qu'une baisse de la flexibilité du marché du travail était amorcée. Bayoumi et Eichengreen (1994a) que estiment l'élasticité des courbes de l'offre globale (dont la profondeur dépend de la flexibilité des salaires et des prix) pendant et après Bretton Woods sont flottantes ; elles montrent un net déclin de la flexibilité aux alentours de l'effondrement de Bretton Woods. Cela signifiait que les chocs sur l'économie affectaient davantage la production et l'emploi. En conséquence, les pressions politiques s'intensifiaient pour que les décideurs utilisent les instruments qu'ils avaient en main dans un objectif d'équilibre intérieur plutôt qu'extérieur. Ce nouvel environnement était moins propice au maintien d'un taux de change stables.

Conséquences pour réforme monétaire internationale¹²

Les deux tendances décrites ci-dessus aggravent la difficulté de faire fonctionner un système de taux de change stables mais ajustables. Les événements récents en Europe soulignent le problème.

L'inertie des marchés du travail en Europe complique la difficulté d'ajustement à des chocs en l'absence de l'instrument de taux de change. L'indépendance limitée des banques centrales aiguise leur sensibilité aux pressions politiques et sème le doute sur l'engagement envers des règles monétaires exigeantes¹³. L'augmentation des transactions financières internationales, qui excéderait le trillion de dollars quotidiennement, limite l'efficacité des contrôle de mouvements de capitaux.

Vivre avec des taux de change flottants permet de résoudre le problème. Dans cette perspective, la question est de savoir s'il existe des alternatives au niveau global.

¹¹ Eichengreen et Vazquez (1994) ont fourni des preuves à l'appui de cette thèse.

¹² Cette section a été extraite de Eichengreen (1994b).

A. Une unité monétaire mondiale

Une première possibilité est de rendre les taux de change réellement inflexibles et non ajustables - irrévocablement fixes, comme cela peut être le cas aux Etats-Unis, au Canada, et dans d'autres fédérations - en créant une unité monétaire mondiale unique¹⁴. En supprimant le taux de change, l'union monétaire élimine les fluctuations de taux de change. C'est la voie que l'Europe a choisi de suivre. Mais si le processus enclenché par Maastricht nous donne une leçon, c'est bien que la solidarité politique et la convergence économique sont des conditions préalables à l'union monétaire. L'Europe suit cette voie depuis près d'un demi-siècle, comme peut le constater toute personne connaissant l'histoire de la CEE. Un ensemble d'accords entrecroisés rend possible l'octroi d'avantages particuliers à des pays qui hésiteraient à prendre part à l'union monétaire européenne.

Ainsi, l'Allemagne, qui hésite à abandonner son bien-aimé DM pour les incertitudes d'une «monnaie espéranto», pourrait se laisser entraîner dans l'union monétaire en échange d'un rôle majeur en politique étrangère, dans le contexte d'une politique extérieure de l'union européenne.

Toutes les réserves que pourrait émettre la France sont compensées par les avantages politiques de la P.A.C., dont la viabilité est menacée par les fluctuations de taux de change¹⁵. Les petits pays comme la Belgique et les Pays Bas tirent des bénéfices disproportionnés par l'accès aux vastes marchés de la France et de l'Allemagne, dont ils bénéficient grâce au marché unique. Et les scrupules espagnols et portugais sont apaisés par les bénéfices qu'ils empochent avec les fonds structurels de l'Union Européenne. L'existence d'un parlement européen avec des pouvoirs croissants donne l'assurance de l'existence d'une entité qui pourrait éventuellement avoir l'autorité politique de rendre responsable la banque centrale européenne.

Il est irréaliste d'espérer que les principaux pays industrialisés pourront, de notre vivant, parvenir à une coopération politique et sociale comparable. Le « fédéralisme » est peut être un grand mot dans diverses parties de l'Europe, mais les avancées réalisées grâce à la mise au point d'un ensemble d'accords souligne les progrès très considérables que d'autres régions du monde devront effectuer pour reprendre son exemple. Il est difficile d'imaginer que le G-7, et encore moins le reste du monde, réussira une telle chose de notre vivant.

13 Des mesures pour étayer l'indépendance des banques centrales, entreprises conjointement au deuxième stade du processus d'unification monétaire établi dans le Traité de Maastricht contribuèrent à améliorer ce problème en Europe, mais l'indépendance des principales banques européennes, par exemple en Grande Bretagne et en France, continue à être incomplète.

14 Four commentaries à ce propos, voir Cooper (1990) et Bergsten (1993)

15 Giavazzi et Giovannini (1989) soulignèrent l'influence perturbatrice des fluctuations monétaires sur la PAC et l'élan insufflé aux efforts de limitation des mouvements de taux de change inter-européens.

B. Les Conseils des monnaies

Un conseil des monnaies est destiné à réduire l'incertitude sur l'engagement des autorités à défendre la stabilité de leur monnaie. Le règlement du conseil des monnaies interdit aux autorités d'émettre de la monnaie sauf si elles acquièrent des réserves de change suffisantes pour le convertir en monnaie étrangère à un taux fixe.

Pour chaque dollar de monnaie nationale émis, les autorités doivent avoir en réserve pour la valeur d'un dollar. La crédibilité sera renforcée, les spéculateurs n'ayant aucune raison de tester la résolution des autorités monétaires.

La question est de savoir si la crédibilité sera complète. Le meilleur moyen d'y répondre est d'examiner le fonctionnement d'un conseil des monnaies particulier. Un bon exemple est celui de l'Estonie. Le statut du conseil des monnaies estonien sépare la banque d'Estonie en divisions émissions et banque et demande au premier de stabiliser le taux de change face au DM et de n'émettre de la monnaie qu'en augmentant ses réserves en DM¹⁶. Mais bien que la banque d'Estonie soit indépendante du gouvernement, rien n'empêche le parlement de modifier la loi la concernant. Quoi que la banque centrale n'ait pas de regard sur le taux de change, la possibilité de modifier la loi sur le conseil des monnaies subsiste. Elle pourrait être révoquée ou modifiée par le parlement suite à des évolutions économiques ou politiques. Lainela et Sutela (1993) exposent que les officiels estoniens voient en fait leur conseil des monnaies comme une solution transitoire qui serait abandonnée dans un avenir relativement proche. Pour les spéculateurs, qui raisonnent par anticipation, cela soulève des questions sur la crédibilité de la stabilisation.

Ainsi le statut d'un conseil des monnaies ne lui fournit pas une protection totale contre les attaques spéculatives. Avoir besoin d'une décision parlementaire avant d'abandonner la parité du change contraindrait certainement la banque d'Estonie, en cas d'attaque, à maintenir la défense le taux d'intérêt plus longtemps, sans tenir compte des conséquences internes de taux d'intérêts élevés, que si elle était autorisée à modifier la parité unilatéralement. Mais les retombées politiques des taux d'intérêts élevés seraient reportées sur le Parlement.

Bien que des coûts politiques élevés puissent être encourus avec la révision du règlement interdisant les révisions du taux de change, rien d'autre n'écarterait le parlement de pressions pour agir ainsi. Le fait qu'il puisse y avoir

16 Sous la loi passée par le Parlement Estonien en Mai 1992, la monnaie (le kroon) est soutenue par des réserves en or et le marché des changes. La Banque d'Estonie peut modifier la quantité de billets et pièces en circulation simplement en se procurant des réserves en or ou étrangères supplémentaires. La banque est prête à convertir des kroons en deutschmarks pour la plupart des transactions en compte courants. Le taux de change est fixé sur le deutsche mark à un taux de 1 DM-8 KE, avec des fluctuations accordées de plus ou moins trois pour-cent. Voir Hanke, Jonung et Schuler (1993).

un point où il aurait une motivation de modifier le statut du conseil des monnaies pourrait donner aux spéculateurs une raison de déclencher une attaque.

C. Les zones cibles

Dans la proposition originale de Williamson sur un système de zone cible pour les pays industrialisés, les participants définissent des plages pour leurs taux de change réels, spécifiant un taux central entouré d'une marge de 10 % de chaque côté¹⁷. Compte tenu des taux nationaux d'inflation relative, cela implique à tout moment une parité centrale pour le taux de change nominal et une plage correspondante. Les gouvernements maintiendraient leur taux de change en intervenant sur les marchés des changes internationaux grâce à une politique monétaire, de façon à le maintenir dans la plage. Des réalignements périodiques, devant être entrepris avant d'atteindre les extrémités de la plage, préviendraient le risque d'attaques spéculatives. A cet égard, l'accord ressemblerait à un système de taux rampant (encadré par des plages), dans lequel ce taux est régi par les taux nationaux d'inflation relative. Le système comprendrait des «amortisseurs» permettant au taux de sortir de la plage dans des circonstances exceptionnelles.

Il est intéressant de noter les contrastes entre cette proposition et le système monétaire européen, puisque ce dernier s'est révélé poser problème au début des années 90. Comme la proposition de Williamson, le SME définit un taux central et une plage pour chaque monnaie participante par rapport à un panier constitué des autres monnaies européennes.

Il autorise l'intervention des gouvernements et des banques centrales pour garder les monnaies à l'intérieur de leur plages et définit l'intervention quand l'extrémité de la plage est atteinte. Cela permet des réalignements périodiques du taux central. Mais la proposition de Williamson diffère du SME d'avant 1993 par l'ampleur de ses plages (plus large que les 2 1/4 % du SME d'avant 1993, plus étroite que les 15 % du système suivant). Elle diffère par la nécessité de lever les plages avant d'en atteindre les extrémités si la faiblesse d'un taux de change traduit un problème sous-jacent de compétitivité et par la possibilité d'une intervention pour la suspension quand cette faiblesse traduit une spéculation non justifiée par des difficultés de compétitivité.

Ces caractéristiques sont intéressantes pour diverses raisons. La précaution consistant à lever les plages avant d'en atteindre les extrémités, éviterait que des problèmes de compétitivité quand le bas de la plage est atteint puissent offrir aux spéculateurs un pari à sens unique les incitant à attaquer.

¹⁷ Williamson (1985). Le projet est généralisé dans Williamson et Miller (1987). Des variations ultérieures proposent l'établissement bilatéral d'un taux central par rapport à une devise de référence, par exemple : le dollar américain.

L'amortissement permettant d'ignorer la plage dans le cas d'une attaque non basée sur des causes sérieuses permettrait aux autorités de laisser le taux se déprécier plutôt que d'augmenter les taux d'intérêts, assurant ainsi la survie du système. Lorsqu'il apparaît évident pour les spéculateurs que les autorités ne modifieront pas leur stratégie économique en réponse à l'attaque, le taux de change devrait se rétablir et retourner dans la plage.

La question est de savoir si un tel système serait réellement différent du flottement. L'avantage des zones cibles est le biais dans la plage, le fait qu'un engagement crédible à se défendre d'une zone cible réduit la marge de variabilité du change associée aux données économiques fondamentales, créant une «lune de miel de zone cible». L'intervention monétaire requise pour stabiliser le taux sera donc moindre. Ainsi, l'arbitrage entre stabilité de taux de change et autonomie de la politique monétaire interne est aisé.

Le projet de Williamson créera-t-il une «lune de miel de zone cible»? Si les plages sont levées dès qu'un différentiel se crée entre les taux d'intérêt domestiques et étrangers, il n'y a aucune raison pour les marchés d'anticiper la défense de la plage et il n'y aura pas de biais dans la plage. En fait, c'est précisément dans cette circonstance que la lune de miel de zone cible peut céder la place au divorce de zone cible de Bertola et Caballero : une accélération de l'inflation qui augmente les attentes de réaligement peut augmenter la volatilité du taux de change associée aux données économiques fondamentales à l'intérieur de la plage¹⁸. Un ensemble plus compliqué de règles d'intervention monétaire pourrait enclencher une dynamique plus complexe, mais le comportement du taux de change résultant ne serait évidemment pas plus marqué que celui d'un flottement régulé qui existerait en l'absence de zone cible.

Si, d'un autre côté, les décideurs résistent aux pressions pour lever la plage, permettant que l'on atteigne ses extrémités et intervenant alors pour éviter que le taux ne varie davantage, ils s'exposent au type de crise qui a renversé le système monétaire européen à plage étroite en 1993. Pour avoir le biais dans la plage, ils devront élever les taux d'intérêt pour défendre les bords de la plage. Dans un environnement de liquidité du marché quasiment illimitée et sans contrôle sur les mouvements de capitaux, les augmentations de taux d'intérêt requises peuvent se révéler irréalisables, comme en Europe au cours de l'été 1993. Défendre la plage pourrait ne produire que des crises, et aucune «lune de miel cible».

18 Bertola et Caballero (1991); Ici, une «accélération de l'inflation» est utilisée pour tout développement qui pourrait nuire à la compétitivité internationale d'un pays. Des limites douces, qui permettent de casser la plage même en l'absence d'une accélération de l'inflation, peuvent inciter les spéculateurs à lancer une attaque, même lorsqu'il n'existe pas d'événement inflationniste qui les pousse à le faire.

D. Une taxe «Tobin»

Une dernière possibilité consiste à taxer les transactions en monnaie étrangère, pour reproduire certains effets des contrôles sur les capitaux¹⁹. Ceci rehausserait la capacité des décideurs à se défendre contre des attaques spéculatives et aiderait à concilier la stabilité des taux de change et l'autonomie politique nationale. Les spéculateurs seraient moins enclins à lancer des attaques contre des monnaies stables s'ils devaient payer une taxe pour entrer et sortir; même si cela ne permettrait pas vraiment de défendre indéfiniment des taux de change surévalués, la probabilité d'attaques non motivées par des déséquilibres sérieux diminuerait. Les pays souhaitant un minimum d'autonomie pourraient l'exercer sans s'exposer immédiatement au danger de fluctuations brutales du taux de change.

Pour être efficace, cette stratégie devrait être appliquée globalement. La taxe devrait s'appliquer à toutes les juridictions et le taux devrait être uniforme sur tous les marchés. S'il était imposé unilatéralement par un seul pays, son marché des changes se contenterait de glisser à l'étranger. Si, par exemple, la taxe s'appliquait uniquement à la France, les banques françaises pourraient envoyer des francs à leurs filiales étrangères, où ils seraient vendus contre des devises hors taxe.

Cette mesure devrait donc être universelle. Sa mise en place et sa coordination devraient être la responsabilité d'un organisme multilatéral tel que la Banque des Règlements Internationaux ou le Fonds Monétaire International. Le F.M.I. ou la B.R.I. pourraient être autorisés à définir le taux de la taxe dans certaines limites. Ces organismes devraient pouvoir frapper de sanctions les pays qui n'appliquent pas la mesure. Ce n'est pas une mince affaire. Il faudrait, par exemple, un consensus international pour un amendement des statuts de F.M.I., pour lui donner le pouvoir de superviser l'adoption globale de la taxe. Il y a peu de chance que ce soit une initiative réaliste à court terme.

Conclusion

Aucune des possibilités énumérées ci-dessus -unification monétaire, conseils des monnaies, zones cibles, une taxe Tobin- n'est susceptible de fournir une solution fiable au problème de réforme monétaire internationale, à court terme. Mais, de la même façon que les difficultés de développer la libéralisation du commerce multilatéral avec le GATT ont encouragé la libéralisation du commerce régional, les obstacles à une réforme globale du système monétaire international sont à même d'encourager les initiatives régionales. Cette ten-

¹⁹ La proposition originale est de Tobin (1978). Elle est mise à jour et discutée dans Dornbusch (1990) et Eichengreen, Tobin et Wyplosz (1994).

dance est depuis longtemps visible en Europe, où le commerce entre les diverses nations est particulièrement important. Depuis la chute du système de Bretton Woods, les membres de ce qui s'appelle maintenant l'Union Européenne ont pris une série d'initiatives pour stabiliser les taux de change inter-européens. Ceux-ci peuvent être abolis une fois pour toutes en les supprimant. Il n'existe pas d'obstacle insurmontable pour atteindre cet objectif selon le calendrier défini par le traité de Maastricht, même s'il y a des raisons de se demander si la procédure en trois étapes qui y est définie a été conçue de façon optimale²⁰.

Les autres pays n'auront d'autre choix que se résigner aux taux de change flottants. Avec le temps, on pourrait obtenir un consensus international pour permettre la mise en place d'une taxe sur les transactions de change. La solidarité politique et sociale développée en Europe sur presque cinquante ans pourrait être reproduite dans d'autres parties du monde, permettant la mise en place d'autres unions monétaires. Mais cela prendra du temps. Pour le monde dans son ensemble, il n'y a pas d'alternative, à court terme, aux taux de change flottants.

20) Le rapport au Parlement Européen et les documents de travail de l'Association pour l'Union Monétaire de l'Europe pour le contiennent une critique de la stratégie de transition de Maastricht, avec diverses propositions pour révision.